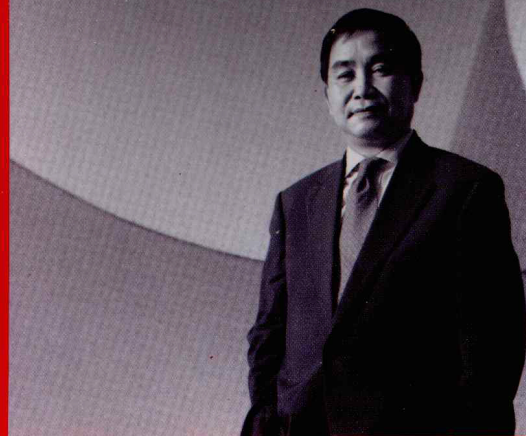


②

经济学家系列
Economists



陈志武 著

(新版)

非理性亢奋

年度财经图书大奖获奖图书

《为什么中国人勤劳而不富有》姊妹篇

你能仅靠工资致富吗？

“年度财经图书大奖”获得者、著名经济学家陈志武教授告诉我们，现代社会致富的基本途径是“股权致富”，因此，必须以公正而完善的法治保护产权，信息自由流动以加强市场平衡，完善金融市场以促进资源配置！



中信出版社·CHINACITICPRESS

② 经济学家系列
Economists

陈志武 著

非理性亢奋

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

非理性亢奋 / 陈志武著. —2版. —北京: 中信出版社, 2010.12

ISBN 978-7-5086-2344-3

I 非… II 陈… III 经济学-文集 IV F0-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 187604 号

非理性亢奋

FEI LIXING KANGFEN

著 者: 陈志武

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press) 蓝狮子财经出版中心

出版发行: 中信出版股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承印者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 17.75 字 数: 240 千字

版 次: 2010 年 12 月第 2 版 印 次: 2010 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-2344-3/F · 2103

定 价: 39.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849283

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84849000

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

F O R E W O R D 自序

过去30多年改革开放的成就，来得很快，似乎也来得容易。打开国门、放开私人创业的手脚，还给老百姓投资、生产、定价、运输和销售的权利，就可以带来这么快的增长，人们的收入和生活水平就能得到这么快、这么大的提升，这让人不禁要问：为什么这种政策不早几年、早几十年推出，非得等到经历1958年后的大饥荒、“文革”十年浩劫之后才推出呢？这么简单的政策举措就能带来这么大的效果，似乎来得有点太容易了。其实，这种成功的背后有一个根本性的原因，有一趟“列车”已经等待了些许年月——中国只要决定乘上这一列车，就能迅猛发展。这趟列车就是我们现在常说的全球化，就是历经两百多年工业革命带来的技术成果和有利于跨国贸易的国际秩序。

然而，正因为成就来得太快，也来得相对轻松，所以可能会带来非理性亢奋，得出错误结论，把成绩归功于自己，甚至得出诸如“发展跟法治无关”、“经济增长跟产权保护无关”、“民主宪政只是少数知识分子的抽象诉求”等短视性结论。不可否认，经过几代人的努力，到1978年时，中国才具备数量巨大的工人和科技人才群体，也才建立起相当规模的工业基础。所以，一旦中国自己选择市场化方向并对外开放，很快，仅仅通过模仿现代工业、依赖西方世界建立的国际贸易秩序，中国的经济就能腾飞。现代技术和全球化秩序带来的潜力实在太太，给像中国这样的后发国家提供了前所未有的机会，

让后发国家仅仅通过模仿也能一夜暴富。

客观地讲，一个封闭多年、人口众多的计划经济国家，当它重新走市场化道路、加入全球化秩序时，积压多年的后发潜力在初始时期必然会快速发挥，经济会迅猛增长，就像摘果子，沉甸甸的果子位置最低，理所当然一下子就能摘到手。过去30多年改革开放的成果就是那些位置最低的沉甸甸的果子，但不能因为摘到了这些位置最低、最容易摘的果子，我们从此就认定摘果子不需要高梯子了。实际情况是：越往高位，果子就越难摘，越需要高梯子。

为什么中国最近30多年的经历不能说明“发展跟法治无关”、“经济增长跟产权保护无关”呢？为了集中讨论，我们就以致富方式为例。

从“无商不富”到“无股权不大富”

盖茨、戴尔、李彦宏、江南春等亿万富翁有多么富，是这些年谈论得最多、也最令人兴奋的话题之一。盖茨的个人财产有600多亿美元！而且盖茨、戴尔是在二十几岁，李彦宏、江南春是在三十几岁就成了亿万富翁！相比于传统社会，这些数字普通人连想都不敢想。2008年，中国一般城镇居民的人均可支配收入在15 000元左右。那么，李彦宏14亿美元的个人财富就相当于65万城镇居民一年的可支配收入，而盖茨的个人财富等于2 760万城镇居民的年收入。不管对传统社会，还是对今天的人来说，这些都是天文数字！

问题是，为什么这些创业者会这么富？他们的财富机器跟传统商人的有什么差别？如果把这些富翁的“财富机器”都称为“现代财富机器”的话，那么，宪政法治、产权保护体系在中间又起了什么作用？或者说，在现代法治社会出现之前，是否有可能培植出这种规模的现代财富机器？

我知道，有两种说法历来流行，其一是剥削论，说资本家是靠剥削获得这种超额财富的。我认为这是一种不具建设性的解释，就好比看到任何事情

时只说一句“事出有因”，然后不再细究原因，不管了；见到财富就以一句“剥削”定论，到最后，我们什么也没学到，没让自己或者他人增加见识。如果说微软、戴尔、百度、阿里巴巴的员工待遇不如其他公司，那可以去具体调查这些公司的待遇，去调查比较，去基于事实下结论。否则，更具建设性、对社会更有益的做法就是去回答：为什么同样是普通家庭出身的盖茨、戴尔、李彦宏、马云可以成为亿万富翁，而其他人都没有？他们的成功对广大社会的正面启示是什么？决策者应该做什么才能让更多普通人也有机会“步其后尘”？

其二是“他们拿绝对大头，我们拿小头的小头”，这种说法还是只停留在事实陈述，把数据重说了一遍，就像剥削论那样没有建设性。为什么我们只能拿小头？如果他们没有政府权力当头，如果他们公司跟客户的买卖是自愿交易而不是强制性的，那么，就不存在不公平。更有建设性的是去回答：为什么他们有这种定价权而我们不一定有？怎样做能让我们也能拥有这种“赚大头”的地位？抱怨很重要，但不一定有建设性。

俗话说，“无商不富”。这话说得有道理，只是传统的“商”最多只能带来小富。现在是“无股权不富”，至少是无股权难以“大富”。差别在哪里呢？传统商业都是以制造产品、卖产品、卖服务来赚当前的钱为特点，这样你得一天一天地去赚、去积累，但毕竟人的实际生命有限，每天的买卖赚得再多，一辈子就只有这么多天，而且还要考虑生病、节假日等因素。

但是，有了股权交易市场，比如股票市场之后，财富增长的空间就根本改变了，因为在正常情况下，股权价格是未来无限多年的利润预期的总贴现值，也就是说，如果一家公司办成功了而且职业化管理也到位，让公司享有独立于创始人、大股东的“法人”人格，那么，这家公司就具有无限多年生存经营下去的前景，拥有这家公司的股权就等于拥有了这种未来无限多年收入流的权利。当你卖掉这种股权时，等于是在卖出未来无限多年的利润流的总贴现值，这就是为什么靠股权赚钱远比靠传统商业利润赚钱来得快、财富

规模来得大的原因！你想，一个人靠自己一天天累积利润，靠自己的长寿来最大化个人财富，怎么能跟一个通过股权交易能把未来无限多年的利润今天就变现的人比呢？后者的未来利润总和是不受自然人的寿命限制的，是无限的。

这就是盖茨、李彦宏、施正荣等能在二十几、三十几岁就成为亿万富翁的核心原因，在历史上没有过。

法治和产权保护是普及“股权致富”的基础

我们会说，传统中国也有股份制合伙企业，那些股份虽然没有活跃的交易市场，但不也是可以买卖吗？为什么以前就不能以“股权致富”呢？这就涉及现代和传统社会的核心差别问题，亦即产权保护体系和契约交易（证券交易）所要求的配套制度架构问题，是决定能赚“大钱”还是只能有“小钱”的问题。

首先，一家公司的管理是否能足够职业化、非人格化，决定了公司的寿命是否能超过创始人的生理寿命，并“无限地”活下去。如果公司的管理不能与创始人、主要股东的自然人格脱离开，如果公司的利益和股东的私人利益不能分开、公司没有独立的“法人”人格，这家企业就没有自身的独立生命，顶多是自然人为了小打小闹的短期生意而设，企业的生命跟创始人的生理寿命捆绑在一起。也就是说，靠股权致富而不是靠今天卖产品致富的第一要素是，公司具有独立于自然人的无限“法人”生命，这是股权价值等于未来无限多年利润流的贴现总值的前提，否则股权不值钱！只有企业有长久生命力，“股权致富”才有基础。

就以费孝通、张之毅先生所著的《云南三村》中的玉村为例。1943年张先生回访玉村考察时，发现玉溪旧有富商基本都已走向衰败，说：“文兴祥家的衰败情况：本人已于1942年死去，其两个儿子已分家，均在家闲着。因无人手经营及洋纱缺货，洋纱号已停业……冯祥家的衰败情况：本人已于1942

年死去，死后家里兄弟七人分成七份，每家分得四十亩田，洋纱一包（值三万多元，1942年时价），铺面二间三层。洋纱号停业。”

张先生总结道：“我们看过以上玉溪四户富商之家的衰败情况后，最深刻的印象是像文兴祥、冯祥这两位本人兴家的人一经死去，商号即因无人经营而停业……由于本人在世经营商业时，家中兄弟子女等家人，几乎都是闲散过活，并多有烟、赌等不良嗜好，以致家人中没有一个成器的，所以本人一死，一家即后继无人。”

费孝通、张之毅两位先生调查到的情况不是特例，而是中国传统社会的普遍现象，甚至到今天仍然是“富不过三代”！在近代中国，虽然有北京的同仁堂药店、瑞蚨祥绸缎店，江西药材店等“百年老店”，但这些只是千千万万家族企业中的极少数，不是普遍现象。

为什么文兴祥、冯祥这些创业者在世时没有培养“接班人”？公司的管理显然没有程序化、非人格化；为什么除了自己的亲属、亲戚外不能在更广泛的范围内招募职业经理人？从这个意义上说，由于儒家所主张的社会秩序（包括信誉秩序）具有排他性，基于血缘、不超出血缘，所以，儒家社会的“人际交易”范围和信赖范围基本不超出血缘网络，职业经理人不仅缺乏其生长所需的契约法律土壤，而且即使有了，也不一定有企业要，因为除非这些职业经理人是亲戚，否则企业东家怎么相信他呢？也正由于宋朝时期儒家文化在中国社会的地位得到根本性强化，使血缘外的信任体系更难有机会发展，非人格化的法律体系也就没机会出现和发展。这样一来，中国传统家族企业难以走上非人格化的职业经理人道路。没有非人格化、跨区域的法治，企业的管理就超不出血缘，进而使中国企业走不出只有一代、两代，最多三代的宿命！因此，儒家文化是中国社会难以靠“股权致富”的文化制度性障碍。

所以，公司的非人格化、非血缘化管理是将其寿命无限延伸的前提保证，而实现公司职业化管理又以契约法律、法治秩序为前提。否则，没有几家企业会看重长远，“股权致富”也不可能成为社会中的一种普遍致富模式。

其次，如果企业能够发展到非人格化管理、能够无限多年地生存下去，亦即利润流可以无限地长久，那么，企业的股权作为一种长期产权是否能得到保护，就成为极为关键的下一个问题。如果产权（特别是无限长久的产权）的所有者得不到保护，或者产权的界定根本就不明晰，那么不管公司的生命有多长，其股权还是难以有交易市场，至少没有人愿意出高价，也不会有“股权致富”的通道。所谓“无恒产者无恒心”，没有产权保护，自然没有人去相信公司无限生命的价值！

与此相关的是实物资产的产权化。在云南玉村，如果产权跟实物本身可以独立地存在、交易的话，那么，即使冯祥死了，他家兄弟七人也用不着将洋纱厂拆分成七份，让企业关门，而是可以将其分成七股产权，并让企业继续运作。不过，这又涉及围绕产权的法律支持问题。

最后，除了公司能长久生存、产权无限期受到保护外，股权的交易市场必须足够广泛，交易成本必须足够低、交易量足够大；否则，股权没有流动性，价值也不会太高，“无股权不大富”就难以成立。这就再次涉及法治、监管、宪政权力制衡的问题。

所以，法治和产权保护体系是一个社会能否从简单的“无商不富”过渡到“无股权不大富”的基础。

当然，正因为过去30多年中国经济的增长靠的是“硬苦力”，只要中国人愿意没日没夜地勤劳工作，即使只能靠传统的短期商业利润致富，尽管不是“大富”，那也行。只不过，这不应该是中国社会的长久愿望，因为中国人也有权利过上质量更高的生活。至少，中国到目前为止的阶段性经济成就并没有证明法治、产权保护对经济发展不重要，只是说明产权保护对低利润的经济增长不一定重要。

最后我要说的是，虽然中国的宪政法治、产权保护还有漫长的路要走，为什么在今天的中国，李彦宏、沈南鹏、马云、施正荣他们也能享受到“股权致富”的威力呢？他们的共同特点是让公司在境外改制并到境外上市。也

就是说，由于金融和公司法律的全球化，中国境内的企业可以选择变为另一个法律体的公司，受那个国家法律的保护和约束，这种公司注册和相关法律的选择权，从实际效果上给中国境内企业提供了一个“股权致富”的通道。这种选择的存在反过来也迫使中国法治和产权保护体系得到发展，到最后，只有中国本身的法治进程达到一定水平时，“股权致富”才能成为本国社会的一种普遍模式。

本书所收集的文章大都发表在2007年中期之前，这些文章虽然不是对任何问题的分析都入木三分，但也在尝试从不同角度讨论金融、法治、新闻媒体对致富的基础性作用。其中一些文章从表面看与“财富创造”不相关，但细看它们都很相关，这也是现代财富观的特征。我们的目的不在于以“剥削”去贴标签，而在于理解现代财富机器背后的机理。各篇文章在结构上相对独立，因此，即使挑着读，也基本不影响其可读性。由于这些文章起初是为不同媒体而写，因此除了注释所用数据资料的来源之外，没有能够一一列出相关参考资料和文献，这是本书最大的遗憾，希望各位同人能够谅解。

C o n t e n t s

目 录

自序	V
金融与财富	1
中国人为什么爱存钱?	3
证券市场发展与共同富裕	9
美国基金公司为何比银行创造的富豪更多?	16
股市与财富	27
如何评价股市的贡献?	29
中国股市质量变差了吗?	33
股市半桶水	43
安然之谜	51
非理性亢奋——世界通信的故事	64
股市泡沫的危害——解读美国股市危机	76
证券投资的风险管理	86
从人的行为偏差谈“指数投资法”	91

媒体与财富 99

中国经济前景为何离不开新闻自由? 101

开放的新闻媒体是市场经济的必要制度机制 107

经济学与媒体是如何互动发展的? 131

媒体和市场对公司治理的监管效率——从安然事件谈起 143

从诉讼案例看媒体言论的法律困境 163

法律与财富 191

立法,立法,再立法? 193

证监会、法院与人大——如何分管证券市场? 201

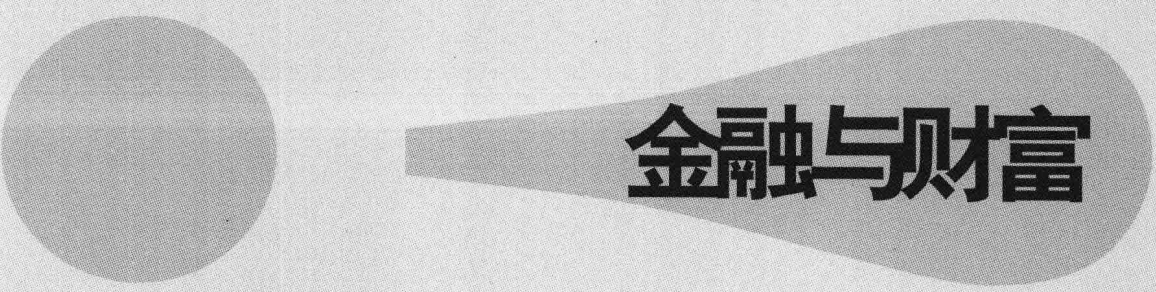
“判例法”的优势 214

集体诉讼是保护股民的有效方法 223

美国如何对待内幕交易? 233

追查“东京究” 250

致谢 269



金融与财富

中国人为什么爱存钱？	3
证券市场发展与共同富裕	9
美国基金公司为何比银行创造的富豪更多？	16

中国人为什么爱存钱？

有两组数据很耐人寻味，一组是2005年中国的储蓄率为46%，挣100元存下46元；另一组是美国人的储蓄率为-0.5%，也就是挣100元要花掉100.50元。这到底是怎么回事？难道真的是中国人很负责任而美国人不顾明天死活只顾今天享受？

我们可以把这个现象归结为两个原因，一个很重要的原因是金融发达或不发达对家庭消费决策的影响不同，另一个原因是整个经济市场化程度高低的影响不同。

在相当程度上，由于中国金融的不发达，人们在消费决策时是根据已到手的收入决定消费多少，由“过去的收入”决定今天该花多少钱。而美国人是根据“未来的收入”决定今天该花多少钱。也就是说，对于中国人来说，个人的消费预算取决于当前以及过去已到手的收入，等收入到手才能消费，甚至到手后还有46%留到以后消费。相比之下，美国人的消费预算则由当前和未来收入的总折现值来决定，未来各种收入的折现值实际上是个人财富在今天的总值，这样一来，即使今年的可支配收入低，但只要未来的收入期望增加得足够多，财富的增长照样可以让你不仅把今年的收入都花费掉，而且还敢借钱花，即提前消费。换句话说，中国人是根据“收入流”来花钱，而

美国人是根据“收入流”加“财富存量的增值”来花钱。

以2005年为例，中国新增储蓄1.8万亿元，居民存款余额为14万亿元（约合1.75万亿美元），存钱很多。而同年美国人没存钱，总体上还借钱。可是，美国私人资产的年终总价值为51万亿美元，净增5万亿美元（是中国居民存款余额的2.8倍），人均财富存量净增约2万美元，这些私人资产包括私人房地产、生产性资产、证券和基金，还不包括个人的人力资本的增值部分。美国人没存下一分钱的新收入，可他们的财富存量却照样上涨5万亿美元。换句话说，如果个人消费预算的基础不仅包括当年的收入，而且包括个人资产的增值部分，那么美国人2005年人均可消费金额约为5万美元，因此，虽然他们把当年3万美元的收入全部花完了，但实际上还存了2万美元，占可花费金额的40%。所以，他们还是在存钱，只不过存的不是当年的收入，而是资产增值部分。考虑到人们对未来收入信心的增加，2005年美国人的“人力资本”也升值不少，如果把这部分也算进去，美国人2005年还是存下了不少财富。

当然，在上面的分析中，我们注意到美国人花钱时会把收入和财富增值放在一起来算，而中国人可能只考虑实际收入的多少，不敢提前消费未来的收入。为什么会有这种差别呢？随着中国经济的增长，中国的土地价值、房产以及其他资产价值不是也升值了吗？为什么中国人不能更有信心地消费呢？答案在于三方面：所有制、金融发达程度和市场化程度。

财产是国有还是私有，决定了人们的财富感

对于多数美国家庭来说，他们最重要的流动性财富或者说资产是其私人拥有的土地和房产，财产的私有使每个人很具体地感觉到这是自己的财富，有非常具体的财富感。相比之下，在中国，土地是国有或者集体所有，没有任何中国人会因为某块土地的升值而感到自己“更富了”，原因是那些土地实际上不属于任何人，不是你的，也不是我的，所以在人们考虑到底可以多花

还是少花钱时，不会受到土地升值的影响。从这个角度看，今天中国城市的房产终于变成私有了，中国人的财富感得到了一种本质上的变革，房价的涨跌和租金的升降终于进入越来越多家庭的消费预算中。

按照同样的道理，美国的企业都是私有的，这些企业价值的涨跌当然会直接反映到众多家庭的消费预算上。中国却不然，中国许多企业还是国有的，中石油、中国电信、宝钢等企业的价值是上涨还是下跌，利润是100亿元还是1 000亿元，对中国家庭的财富感没有影响。实际上，由于这些大型国有企业靠垄断增收，它们的赢利越多，意味着老百姓为垄断支付的就越多，对老百姓的开支预算是负效果，不是正效果。

因此，国有制占一国经济的比重越大，老百姓就越是只能根据实际收入决定消费的高低。反之，在美国那样的国家里，人们的消费水平就可以跟土地等资产价值的涨跌挂钩。

但是，仅有土地私有、资产私有化还不够，土地和其他各类资产还必须商品化、市场化，必须可以自由买卖流通，否则这些财富只能是死财富，还是不能完全地进入个人消费预算里。没有流通性的资产是不能轻易变现的，如果是这样，资产价值的涨跌只是名义上的，不能被立即消费。因此，活跃的土地市场、房产市场、资产市场是关键。在美国，不仅什么资产都可以自由买卖，而且都有很活跃的交易市场，许多种资产的流通性都接近现金。在中国，虽然农民和其他人现在可以转让、购买某些土地的使用权，但其交易范围严格受限，交易程序和手续非常漫长。乡镇与农村的房产基本没有被商品化、市场化，其交易市场基本不存在，并且也不能被用做抵押物到银行贷款。因此，这些资产都缺乏变现途径，是死财富，这就大大抑制了乡镇与农村的消费需求。在大中城市，虽然商品房市场越来越火热，但时下要求进一步限制房产交易的呼声很强，要求加强管制，增加交易税和房产税，为交易设置各种障碍。如果真的这样，那必然把中国目前最具流通性的资产又变成死资产，割断消费跟这部分财富的联系，压低城市的消费水平。